

インドは中国に代わる世界経済の牽引役となれるか

「インドへの「期待」と「実像」を概観する」

西濱 徹

本日は、「インドは中国に代わる世界経済の牽引役となれるか」、副題として「インドへの『期待』と『実像』を概観する」としてお話しします。

特に二〇〇〇年代以降の世界経済は完全に中国におんぶに抱っこ状態で、ここ二〇年ほどの世界経済の成長の約三分の一は、中国の成長で説明がつくような時代が続いてきました。しかし、足下ではその勢いにどうも翳りが出ています。今年はいよいよ中国を超えて、インドが世界一の人口を擁する国になるという見方もあり、インド自体

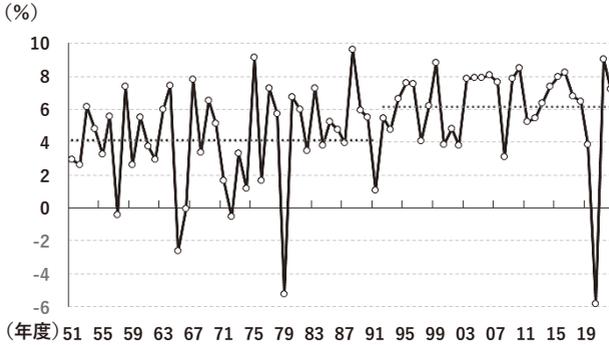
も近年は高い経済成長を実現しています。中国が頭打ちする中で、「次はインドだ」という期待は確かに高いのですが、果たして本当のところはどうなのかというあたりを本日は説明いたします。

一、世界におけるインドの存在感

インドの経済成長率は、一九九一年が一つの分岐点になっています（図表1）。それまでのインド経済は、高い成長率を実現したかと思ったら、思い切りマイナスになるなど、上下に大きく振れ

図表 1

“湾岸危機”を機にした経済政策の転換を受けて高成長軌道に
経済成長率の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

“ヒンドゥー景気”と揶揄された状況を脱却してきた

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査部が信ずるに足る情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

る展開が続き、いわゆる「ヒンドゥー景気」と呼ばれてきました。一九五一年から一九九一年の平均成長率は約四％に留まります。

インドは人口も多く国土も広いですが、長らく経済成長率は特別高くないと言われてきました。これが、一九九一年の湾岸戦争を機に大きく変わりました。インドは国内の原油消費量の約七割を中東からの輸入に依存しており、湾岸戦争によって原油価格が大きく上振れし、経常収支が急速に悪化したため、外貨準備が不足する事態に直面しました。当時の資料には、日本にも支援が要請された経緯が示されています。

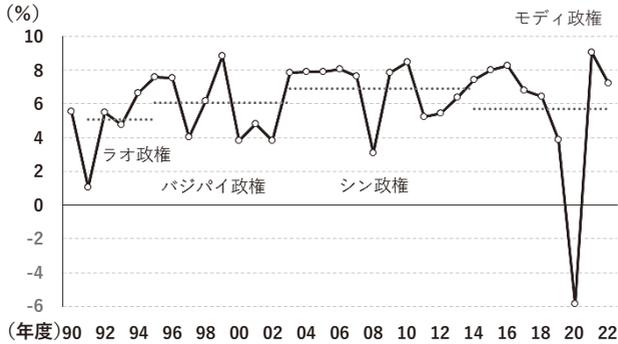
そうした事態を機に経済改革、構造改革が行われ、その後は「ヒンドゥー景気」と呼ばれていた四％前後の経済成長率が明らかに上昇しています。二〇二〇年以降のコロナ禍による世界経済のマイナスを除くかどうかという議論の余地はあり

インドは中国に代わる世界経済の牽引役となるか

図表2

外部環境の影響はあるが、構造転換以降は堅調な景気拡大が続く

経済成長率の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

モディ政権は“コロナ禍”の不運も堅調な景気拡大を維持

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ますが、その大幅なマイナスになった時期を含めても、一九九一年以降の三〇年は平均六%を上回る成長を実現するなど、高い成長軌道に乗ってきました。

二〇〇〇年以降、当時のゴールドマン・サックスのジム・オニール氏がおっしゃったBRICs、ブラジル、ロシア、インド、中国の四カ国は人と土地が豊富で、高い経済成長が期待できる新興国だということでもクローズアップされました。そういったこともあって、インドが変わる分岐点になったのが一九九一年だということが、このグラフから読み取れます。

では、一九九一年以降の流れは一体どうなったのか。ラオ政権、バジパイ政権、シン政権、今のモディ政権の四つの時期に区切った平均成長率を見ると、必ずしもラオ政権時代は勢いがありませんでした(図表2)。次のバジパイ政権を経て、

二〇〇〇年代以降、恐らくインドが一番注目を集めたのはシン政権のころで、平均成長率が約7%とかなり高い成長を実現しました。モディ政権のもとでは、コロナ禍という不運な状況にありながらも、平均6%程度の成長を実現しており、インドが堅調な経済成長を実現できていることは間違いないと判断出来ます。

続いて、GDPの推移です。二〇〇八年のリーマンショックに端を発する世界金融危機で頭打ちするも、そこから再び右肩上がりの状態に戻り、コロナ禍でつまづいたものの、また右肩上がりの状態に戻っています。経済成長の追い風を受ける形で、この二〇年ほどで経済規模は七倍以上に大きく拡大しました。こうした動きは確かにインド経済の存在感向上に繋がります。

このように存在感が向上する中で何が起きたのかというと、昨年、インドのGDPは、旧宗主国

であるイギリスを抜き、アメリカ、中国、日本、ドイツに次いで、世界第五位になりました。実際は、イギリスがブレグジットで混乱しているときに抜きそうでしたが、その後にコロナ禍という全世界的な不運があり、その影響で若干後ろ倒しになりました。

ただ、そうした事情を除いても、インド自体の経済成長、経済規模の拡大が、世界の中でそれなりのインパクトを持つてきていることは間違いありません。

今年の国連推計によれば、インドの人口はいよいよ中国を超えて世界一位になるとされています。経済成長の源泉は、人と資本の蓄積動向、そして資本蓄積によって生まれる技術、これを掛け合わせたものと考えられます。インドで人口がピークを迎えるのは二〇四五年ごろとされていますので、人口ボーナス期がまだ二〇年ほど続き、

生産年齢人口の拡大が期待されます。

そうになると、経済成長実現の要素の一つであるヒトに関して一番問題のない国であり、そのことがインドに対する期待が大きくなる一因だと言えます。

近年のインドはジェネリック医薬品を中心とする医薬品産業が注目を集めており、コロナ前は世界のワクチンの七割方がインドで作られていたのですが、インドでも感染が拡大しました。それは、全人口の約七割が農村に住み、衛生面のインフラが整っていない中で防疫措置をとることが非常に難しかったからと考えられます。

インドにはインフラが足りないとよく言われます。確かに道路や鉄道という物流のインフラが足りません。加えてインドに決定的に足りないものは電気です。私自身、時々現地の記者さんから取材を受けますが、つい先日「今朝も停電でやら

れています」と連絡がありました。停電が頻発してしまうと、確かに期待は高いが本当のところはどうなのか、と疑問が生じることは仕方がないと思います。

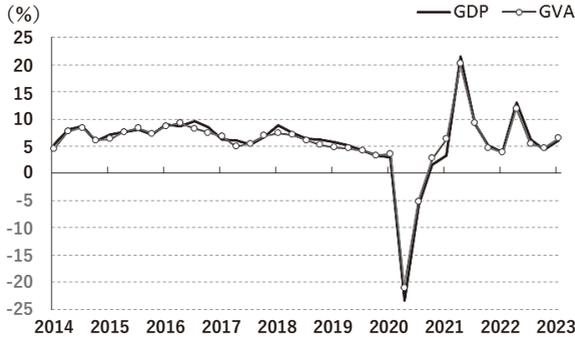
二、足下のインド経済を 取り巻く状況

ここ数年、確かにインドは堅調な経済成長が続いています。このグラフは、四半期ベースで見た実質GDPとGVA（総付加価値）の成長率です（図表3）。

インドは経済統計が整備途上であり、例えば雇用統計にさえ、きちんとしたものがありません。また、インドの経済成長の原動力である家計消費を示す、例えば小売売上高のような統計もありません。日本で小売売上高を把握しようと思えば、

図表3

コロナ禍により大きく下振れするも、その後は持ち直しの動き
実質GDP・GVA成長率（前年比）の推移



〔出所〕 CEICより第一生命経済研究所作成

コロナ禍では四半期ベースで初のマイナス成長に

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

チェーンストア協会など、様々な業界団体がデータをまとめ、最終的には国がきちんと把握することが可能でしょうが、インドの小売店は、基本的にはキラナと呼ばれる日本のキオスクのような個人商店がほとんどで、小売売上高に関するデータはほとんど把握できません。コロナ禍を経て、インドでも急速にデジタル化が進んでいます。しかし、デジタル化が進んでも、国全体を通してどういう形でカネやモノが動いているか、特に需要項目に関してのデータが備わっていません。

一方、一九八〇年代以前のインドは、社会主義に基づく経済政策がとられてきました。よって、供給サイドの統計だけはとても細かく備わっているため、いまだにGDPよりも、供給サイドの統計であるGVAのほうが捕捉しやすい状況にあります。私もGDP統計は必ず見ますが、併せてGVAも見ないと、足下の景気動向の把握は難しい

と考えています。

このグラフは前年同期比の水準です。新興国においては前年同期比のGDP成長率を公表する国が多いですが、前年同期と比べたものであり、直近の景気動向を把握するのは非常に難しいです。例えば日本をはじめとする先進国では季節調整値に基づいて、直近の前期と比較した年率換算という計算を行います。これはよく「瞬間風速的な景気」と呼ばれますが、一般的にはこうした前期比年率の成長率で景気動向を把握します。

しかし、インドを初め、新興国の多くが原数値しか発表していませんので、前年同期比しか発表されません。二〇二〇年四―六月は、コロナ禍で大幅なマイナスになりました。これは四半期ベースで初めてのマイナスです。七月九月もマイナスでしたが、一〇―十二月以降はずっとプラス成長で推移しています。プラスで推移しているのであ

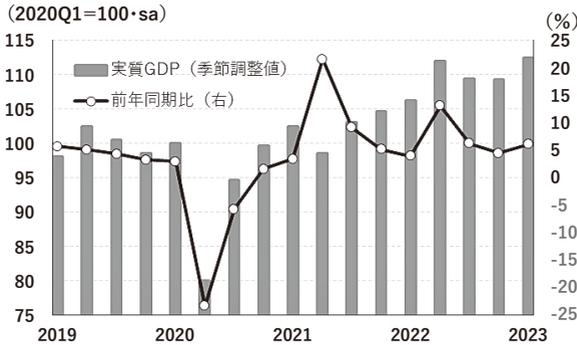
れば良いと思われるでしょうが、足下の景気動向をきちんと測ることができないと、数字の本当の意味合いが分かりにくくなります。

試みに季節調整を行ったものがこのデータです(図表4)。棒グラフが季節調整値ベースの実質GDPで、折れ線グラフは政府が発表している前年同期比の成長率です。二〇二〇年一―十二月以降、ずっとプラスで推移しているのは、このグラフからも見て取れます。

棒グラフに注目すると、前期に比べて若干減少しているところがあります。二〇二一年四―六月は、二〇二〇年四―六月に大きく落ち込んで持ち直していたところ、コロナが再燃して景気が悪化しました。そこからまた回復してきたと思いきや、二〇二二年四―六月をピークに右肩下がりの状況となっています。前期比年率ベースの成長率を計算すると、昨年後半、七月九月、一〇―一二

図表4

実は、昨年後半は“景気後退局面”に陥ったインド経済
 実質GDP（季節調整値）と成長率（前年比）の推移



〔出所〕 CEICより第一生命経済研究所作成、季節調整値は当社試算

昨年後半は“テクニカル・リセッション”に陥った

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であると限りません。

月は、どちらもマイナス成長でした。2四半期連続でマイナス成長ですから、先進国ならテクニカルリセッション（景気後退）と判断されます。

先ほどお示しした実質GDPとGVAの前年比のグラフでは、成長率が鈍化しているもののプラスの成長となっていますが、季節調整後のグラフでは、2四半期連続のマイナス成長、つまり景気後退局面でした。全く見え方が変わります。

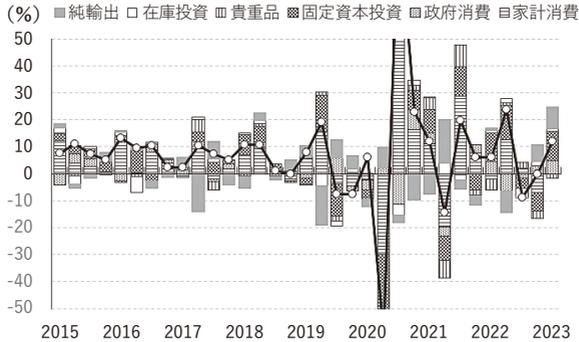
実は、政府が発表している数字だけでは実態が把握しにくいのが、新興国の盲点です。こういうポイントをきちんと把握するためにも、私どもが日々発信するレポートを参考にさせていただけるとありがたいと思います。ただ、先だって発表された今年の一―三月のデータでは、前期比年率ベースでプラスに転換し、直近のピークである昨年四―六月と肩を並べる水準になってきたので、再び底入れを果たしていると考えられます。

インドは中国に代わる世界経済の牽引役となれるか

図表5

経済成長のけん引役となってきた家計消費が一転足を引っ張る

実質GDP成長率（前期比年率） 寄与度の推移



〔出所〕 CEICより第一生命経済研究所作成、季節調整値は当社試算

繰り越し需要の一巡により家計消費は勢いを欠く展開

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命いしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

前期比年率ベースの成長率について需要項目別に見ると、特に二〇一五年から二〇一九年、コロナ禍直前までは家計消費がずっとプラスで推移しています（図表5）。家計消費がインド経済の成長の牽引役になってきたことは、このグラフからも読み取れます。

二〇二〇年以降は、コロナ禍で行動制限が行われ、家計消費が大きく下押しされました。その後、行動制限が解除されてペントアップ・デマンド（繰越需要）が出たと思ったら、昨年の後半には家計消費が減少に転じています。繰越需要が一巡したことが影響したと考えられます。

なお、景気が底打ちしている直近の今年一―三月のプラス成長の寄与度が一番大きいのは固定資本投資です。季節調整値なので、本来こういう説明はおかしいのですが、インドは日本と同じ四―三月の年度を用いており、例年一―三月は年度末

で予算消化の時期に当たり、公共投資が動きま
す。政府消費が大きいのも、やはり年度末の予算
消化と捉えられます。よって、今年の一―三月に
関しては、これまで経済成長の牽引役になってき
た家計消費がかなり勢いを欠いていると言えま
す。

インドは人口も増えて、期待も大きい半面、期
待と実像のギャップを少しずつ埋める必要がある
のではないかと考えています。

一方の供給サイド、各産業別のGVAの動きを
見ると、動きは基本的に同じで、GDPがマイナ
スになるとGVAもマイナスになっている上、直
近の一―三月に関しては、全ての分野で生産がプ
ラスに転じています。農林漁業、製造業、鉱業も
ようやく底入れしていますし、公共投資により建
設業もプラス、サービス業もプラスになっていま
す。ようやくコロナ禍の影響を脱し、昨年後半に

かけての景気減速の影響も一巡しつつあるとい
うことです。

インドには経済成長の原動力である家計消費の
統計がないと申し上げましたが、私がよく見てい
るのは四輪車と二輪車の販売台数です。四輪車は
多くの人がローンを組んで購入するので、ある程
度お金が必要ですし、二輪車はより幅広い人が購
入します。全体的な消費動向を把握するには、両
方の統計を見ると良いと考えます。また、原数値
を見ても、前年に大きく上振れると当然前年
比でマイナスになり、前年に大きく下振れると前
年比で大きく上振れることがあるので、季節調整
を試算しています。

昨年末にかけては四輪車も二輪車も頭打ちし
て、年明け以降、直近の四月、五月とちよつと伸
びが出て、底入れしてきています。ですので、一
―三月を過ぎて、四―六月については、そこから

また一段と離陸するような流れがある。回復が遅れてきた家計消費がここに来てようやく一巡し、インド経済全体にとっても、最悪期は過ぎつつあるという捉え方ができるかと思えます。

昨年のロシアによるウクライナ侵攻をきっかけとする商品高は、世界的なインフレを招きました。インドでは特にエネルギーです。冒頭、一九九一年が一つ大きな分岐点になったと申し上げました。そのときは、湾岸戦争による原油価格の大きな上振れによって経常収支が大きく赤字に転じ、対外収支上の問題が表面化して支援を求めるとともに、構造改革に大きく舵を切りました。ロシアによるウクライナ侵攻をきっかけとする原油価格の上振れは、インドにとつて、中東から輸入する原油価格の大きな上昇を招いており、エネルギー価格の上振れにつながります。それによってインフレがどんどん加速し、インド準備銀行（中

銀）は、昨年五月に緊急利上げを行って、その後も断続的に、かつ大幅利上げを行わざるを得なくなりしました。

大幅利上げを行ったもう一つの要因は、国際金融市場における米ドル高です。米ドル高はインド通貨ルピーの下落を招きます。インドの経常収支は慢性的に赤字ですから、通貨安が起こると、輸入インフレに繋がりがやすいのです。ただでさえ商品価格が上振れしている上、ルピー安による輸入インフレが生じる。そうすると、中銀としては物価と為替の安定を図るために、大幅利上げに動かざるを得なくなったということです。

このような背景により、足下の政策金利の水準は、コロナ禍前まで戻ってきています。そうなる、当然お金を借りて購入する四輪車はなかなか難しいでしょうし、二輪車の販売にも影響が出てきています。その影響がようやく一巡しつつある

というのが今の状況です。

金利水準に関して、中銀は、四%から六%までのインフレーターゲットの範囲内に収めることを目標にしています。この範囲内に収めることが出来なければ、結果的に金融引き締めを止めにくい状況になります。

昨年のインフレ率は、この範囲を大きく上振れするような展開が続きました。インフレを招いた最大の要因は、食料品やエネルギー、いわゆる生活必需品でした。これを除いたコアインフレ率も、この上限近傍でずっと推移し、インフレが警戒される展開が続いてきたので、利上げをせざるを得なかったのです。それがようやく足下で落ちつきつつあります。当然、商品高も一巡しつつありますし、米ドル高の一本によって、下落傾向が続いてきたルーピー安もようやく下げ止まりつつあります。はつきり言えば、前年比で見ればルーピー

安は相当進んでいるので、輸入インフレに向かいやすい状態は変わっていないのですが、一段のルーピー安が輸入インフレを加速させるという展開は免れそうです。

そういう意味では、中銀にとって、インフレ退治のための利上げという切迫した状態は脱しつつあります。それによって金利の先高感がようやく落ち着いてきたので、お金を借りて車を買おうとか、お金を借りて何かしようという状態になりつつあるのが、この一、二カ月の状態です。それが四輪車や二輪車の販売台数を底入れする一因になっていると考えています。インド経済は、確かに昨年後半はかなり悪かったですが、そこから変わりつつあることが窺えます。

先ほど来申し上げているとおり、インドはいかせん統計が足りません。私は様々な統計を見ているのですが、注目する一つは企業のマインド統計で

す。これは製造業とサービス業の景況感で、五〇を上回ると景気拡大、五〇を下回ると景気減速と認識しているという調査です。二〇二〇年ぐらいからコロナ禍で大きく落ち込んで、コロナ禍が再燃するたびに、特にサービス業が下振れする状況が続いています。

ただ、サービス業がようやく底入れし、かつ、かなり高い水準で推移してきているのは、インド経済そのものが非常に良い状態になりつつあるということです。インドのGDPの半分以上はサービス業が占めており、経済のサービス業化がかなり進んでいます。皆さんも新聞や雑誌で御覧になることがあると思いますが、インドの輸出の大半はIT関連で、それはサービス業に分類されます。この分野の力が強くなると、必然的にプラスの影響も出やすく、景気全体にとっても追い風になるということです。

一方で家計部門はどうか。インドは確かに雇用統計が無いのですが、PMIという統計の中に「雇用」という分類があります。五〇を超えると雇用が拡大し、五〇を下回ると雇用調整圧力が高まるという内容です(図表6)。左のグラフを御覧いただくと、コロナ禍で大きく雇用調整圧力がかかり、それがコロナ禍からの回復局面で大きく上振れました。昨年の後半にかけて再び下落に転じたのは、物価高、金利高によって、企業も雇用を多く抱えていられないという状態になったためです。ですが、ようやく戻ってきていますので、家計部門としても消費をしようという余地は生まれてきています。

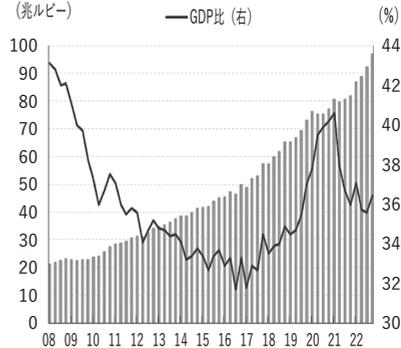
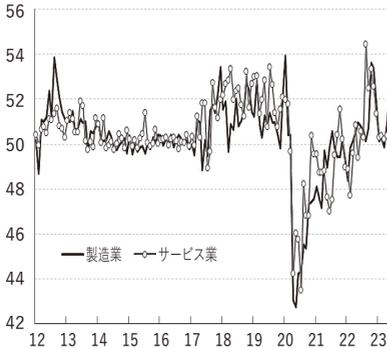
右のグラフは、家計債務のGDP比と家計債務そのものの水準です。驚くのは、GDP比がコロナ禍を経て大きく低下したことです。つまり、家計が債務を拡大する余力がなくなってきたの

図表6

家計部門を取り巻く状況にも改善の兆し

製造業・サービス業PMI（雇用）の推移

家計債務/GDP比の推移



〔出所〕 S&Pグローバル、BISより第一生命経済研究所作成

家計債務には拡大余地、雇用環境の行方が左右

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

です。経済が正常化していくと、家計が債務をある程度拡大していく余地につながり、当然ながら、四輪車、二輪車、もしくは住宅のようなものを購入する流れも広がるのが期待されます。

ただ、住宅に関しては、インドは長年にわたって社会主義に基づく経済政策がとられてきたために自由に売買ができません。コロナ禍からの回復局面として、例えば中国、もしくはASEANの国々では、余剰資金が不動産に流入してバブルが発生し、その対応を迫られる新興国が少なくないのですが、インドでは自由に売買ができないため、不動産バブルが発生しにくいと捉えられます。これは経済の安定という観点では良い材料かもしれませんが、そうした規制が少しずつ解除されるだけでも、実は家計部門にとっては新たな消費に向かう原動力になり得るなど、新たな期待につながる部分もあります。

インドの輸出の大半はITですが、他にも自動車、衣類、靴といった製品をアメリカ、ヨーロッパ、中東、アフリカなどに輸出しています。今、欧米は物価高と金利高で、景気の雲行きが悪くなっています。産油国の中東は、原油価格が今までのような高水準ではないので、インドの財の輸出自体も頭打ちになっています。内需は確かに強い、もしくは良い状態になりつつあるかもしれませんが、一方で、外需そのものは、今後、世界経済の変調に注意する必要があります。

インドは内需が強い、つまり、家計消費が経済の原動力だから、世界経済とはちよつと切り離して考えていいとおっしゃる方がいますが、輸出、特に財輸出は欧米向けです。さらに、IT関連の輸出はその大宗が欧米向けです。大抵がアメリカ、ヨーロッパ向けのアウトソーシングですから、欧米の景気に無関係ではいられません。つま

り、世界経済との連動性という意味でも、先行きに関して外需面では要注意だろうと考えます。

もう一つが観光客、外国人の来訪者数です。ASEANは外国人観光客に占める中国人が非常に多く、昨年末以降の中国によるゼロコロナ政策終了はインドにとつてどうなのかとよく聞かれました。例えばタイ、マレーシア、インドネシアの外国人観光客に占める中国人の割合は、少なく見積もっても一五%か二〇%、多いところでは三〇%を超えますが、インドは三%で、大半が欧米の人々です。

そうすると、人の移動が活発化するのには確かに期待が大きいものの、ヨーロッパ、アメリカの景気が頭打ちすると、人そのものが来なくなる可能性があります。インド自体も世界経済と完全に切り離して説明することはできないのです。

内需に関して期待できる一方で、外需に関して

は不透明要因があるというのが、今のインドの姿になるうかと思えます。

三、外からのインドをみる 目はどうなっているか

二〇年間ほどでインドのGDPは七倍超に拡大したと申し上げましたが、一人当たりのGDPは、一九九〇年代までは五〇〇ドル程度でずっと推移してきました。成長はするけど、何となく貧しい状態だったのが、二〇〇〇年代以降、大きく上昇しました。昨年時点における一人当たりのGDPが大体二五〇〇ドルで、これを日本の推移で表すと一九七〇年代前半です。私は生まれていないので、そのころの日本がどうだったのかはよく分かりませんが、色々な方の話を伺うと、「明日の日本は今日より良い」とみんなが信じていた時

代だと聞きます。そういう意味では、まだまだ成長できる余地は高いと考えます。つまり、日本における高度経済成長期の真ただ中ぐらいの状況が今のインドだと捉えていい。そういう意味では勢いがありますし、それがまだ続くという期待につながることは間違いないと思います。

インドの成長力に対する期待は、投資、特に対内直接投資の拡大につながっています。BRICSという言葉が相当広まったことに歩を併せて、二〇〇一年から右肩上がりに増えています。世界金融危機で一旦頭打ちする状況があったものの、基本的に右肩上がりです。どんどん投資が流入しています。日本企業もかなり積極的に動いています。日本に限らず、欧米の企業、アジアの企業もかなり投資を拡大させています。

対内直接投資について四半期で見ると、コロナ禍直後に大きく上振れしています。コロナ禍を経

て世界的に様々な分野でデジタル化需要が拡大しています。インドにはデジタル分野の技術者が非常に多く、理数系教育が非常に進んでいること

は、皆さんもいろんなところでお聞きになっていると思います。それに対する期待で相当投資が押し上げられ、一巡しているのが今の状況です。コロナ禍による上振れを除く必要があるかもしれませんが、一貫して堅調に推移してきている。それがインドに対する期待を裏づけていると考えています。

そして、インドに対する期待の追い風になっているのが、今のモディ政権です。

モディ政権は、経済政策として「モディノミクス」を掲げました。最初は大きく三つの柱がありました。

一つ目は「メイク・イン・インドニア」。インド国内でモノを作ってください、そのために直接

投資をどんどん受け入れます、構造改革、規制改革によって、GDPに占める製造業の比率を上げていくということを高らかに掲げました。

二つ目は「デジタル・インドニア」。デジタルの推進です。日本でも今、マイナンバーカードの導入が進められていますが、インドは国民総背番号が振られています。アードール (Aadhaar)

というもので、銀行口座をはじめ、様々なものと紐づけられています。コロナ禍において支援を必要としている方々に対しては、このおかげでプロアクティブに政府から支援を行うことが可能でした。マイナンバー制度も最終的にそういう形になることが望ましいのでしようが、インドは、そういう面ではかなり前を行っています。デジタルは、競争力を変えていく一つの大きな要因になりつつあるのです。

三つ目は「クリーン・インドニア」。汚職撲滅

のような意味合いがあります。インドの官僚機構は非常にカッチリしており、レッドテープとも言われていて、この構造改革を進めようということ

です。
 加えて、コロナがあればほどこまでに拡大した背景は公衆衛生状態が酷かったことがあり、そこを何とかしようという動きがあります。実際には公衆トイレを作ることと、かなり矮小化されてしまいました。ところが、とにかく奇麗にして、デジタル化を進めて、インドで製造業を広めるために構造改革をやるといのが、当初のモディノミクスでした。

政権二期目になって、「モディノミクス」に「スタディ・イン・インディア」が追加されました。インドは皆さんも御存じのとおりインド工科大学（IIT）を頂点とする理工系の大学、高等教育が大変進んでおり、インド国内に留学生に來てもらうことや、労働力の供給能力そのものをイ

ンド国内でも広げていくことを目指すものです。

インドの教育に関して、トップはIITをはじめ、とてつもなくレベルが高いです。しかし、問題は国民の七割程度が農村に住んでいて、基礎教育のレベルが低いことにあります。裾野をきちんと上げていかないと、労働力として機能しません。また、文字が分からない高齢者の方も多く、識字率が依然として七割台です。識字率を上げて基礎教育を拡充していく、それによって多くの国民が労働力として労働市場の中に入っていけるとい形にしていけないと、幾ら外から投資をどんどん受け入れても、労働力を供給できないというボトルネックになります。

この四つを掲げて、頑張りましょうと言うのですが、はっきり言って、若干スローガンが先行している感は否めません。言っていることは正しいものの、現実に行っていることを見ると、例えば

「メイク・イン・インディア」で今積極的に取り組んでいるのは半導体の誘致です。半導体はこれからの産業に大事だ、これは製造業の肝になる、どんどん補助金を出さずと言っても、細かいものを作るのがインド国内ではまだまだできません。昔、中国においてボールペンの先の玉を作れるか、作れないかという議論がありました。足下の製造業振興については、「一本足打法」の色合いが強いように思われます。裾野と厚みの両方を広げることが大事なのでしょうが、今のところ、お題目は立派だけれども、地に足がついていない状態です。

「デジタル・インディア」では、アーダールは確かに成功しました。しかし、もう一つ重要なのが税の捕捉という問題です。農民はほとんど税金を納めていません。税金が幅広く取れるような形になってこそ、公共サービスをどうするか。受益

と負担のバランスをどう考えるかが大事になります。そこが崩れていると、公的部門だけがどんどん肥大化してしまいます。インドは公的債務残高が新興国の中でもかなり高く、その背後には税の捕捉率が低く、結果的に財政赤字が拡大しやすい体質にあると捉えられます。

インドのインフラに関して、道路が足りない、鉄道が足りない、電力が足りない、私自身がインドを担当していたころからずっと言われ続けています。電気に関して、かわいそうだった面はあります。電力改革に向けて外資に開放したものの、参画したエンロンが破たんしてしまい、彼らからすると外資開放のトラウマになっています。

また、連邦国家のインドでは州政府の権限が強く、州と連邦政府の間で意見がこう着状態に陥ってしまうことがあります。だから、お題目はいいのですが、そうした状況を打開していくためのき

ちんとした手順を踏まないと、全体として動いていきません。様々なところに潜むハードルに気をつける必要があると思います。

四、インド経済が抱える

課題は何か

モディノミクスの「メイク・イン・インディア」によって、GDPに占める製造業の割合を高めるというお題目は確かに正しいのですが、実際にはモディ政権発足以降のインドのGDPに占める製造業の割合は低下しています。二〇一九年度のコロナ禍から回復した昨年度においてさえ、モディ政権が誕生した時と比べても、GDPに占める製造業の割合が低い状態が続いています。モディ政権発足後も、構造的な問題が全然変わっていないというのが今の状況です。

インドは連邦制国家であり、州政府と中央政府が意見対立を起こすことが間々あります。よって、モディ政権は州同士を競わせて、中央が言っている構造改革に乗ってきたところにはいろいろな恩恵を与える方法を探っています。一方で、州政府レベルで中央政界における野党が政権を担っている州では、乗り遅れるところもあります。ただ、全体的にはそれなりに成果を上げる動きがみられます。

産業別のGDP比率を見ると、製造業よりも農林漁業のほうがGDPに占める割合が高いのですが、さらに、以前から言われていることですが、インドでは灌漑施設が圧倒的に足りません。雨季に雨が降るか降らないかで収穫が大きく変わります。よって、天気の方がGDPを左右してしまします。

製造業は、世界的に見ると雇用を一番吸収する

ことが期待される産業ですが、ここがすっかり広がらないと、人は多いが労働力は農村に留まって終わりになってしまいます。そのためにも裾野である基礎教育を充実させ、労働力として労働市場に供給するための一気通貫の流れをきちんと作っていかないと、期待の大きさが具現化出来ない状況に終わります。

先ほど、インドの輸出先としては欧米が多いと説明しました。地域別の輸出額を見ると、中国とその他のアジアを合わせても二〇%未満です。例えばASEANの国々は、半分以上が中国やASEANなど域内向けで、そこに欧米向けが加わります。インドは、欧米と中東で約半分、それにフリカを合わせると全体の約七割に達します。世界経済の成長の原動力であるアジアとの連結性を高めていく努力もしていかないと、インドは取り残される可能性が高くなります。

一方、輸入は大半がアジアからです。なぜなら、モノはアジアで作られるからです。そうすると、アジアとの関係は輸入超過になってしまい、それゆえにインドはRCEP（地域的な包括的経済連携協定）には入らないとか、他の自由貿易協定等々に背中を向けてしまいます。そこに対してもある程度門戸を開いて、ヒトも資本も受け入れるとともに、経済成長の実現に向けた流れを築いていけないと、インドへの期待を一段と高めることには繋がりにくいのが今の状況です。

外交に関して、昨今のウクライナ情勢の中で、インドは欧米にもつかず中口にもつかず、中間派の立場をとっています。その最大の要因は、先ほど来申し上げているとおり、商品市況の上昇、特に原油高によって貿易収支が悪化し、それによる經常収支の悪化をとっても嫌っているからです。

その中で、昨年から、ロシアからの原油の輸入

をかつてないペースで大きく拡大させています。目下、グローバルサウスと呼ばれる国々の大半が中間派ですが、欧米は、グローバルサウスを中口側につかせないために、何とかなだめようとしています。先日、モディ首相がアメリカを訪問した際、記者会見で防衛協力という話がありました。インド軍の兵器の大宗がロシア製であるように、元々インドとロシアは様々な面で関係が深かった経緯があります。インドを中口に寄せないためにいろいろと陽動作戦をとっているのでしょうか、ロシアからも大量に原油を買っているとすると、ロシアによるウクライナ侵攻の原資がインドからという話にもなりかねません。このようないとこ取りがいつまでできるのか、要注意です。もう一つはエネルギーです。「メイク・イン・インド」の柱にEVを掲げています。先ほど現地の記者から「朝から停電です」と書い

てあるメッセージが来たと申し上げましたが、電気が絶対的に足りていない中でEVがどこまで普及できるのか。そこも地に足がついていない感は否めません。

目下のところ、原油をロシアからの輸入に依存しているほか、一次エネルギーのかなりの割合を石炭火力に依存しています。世界的に見ると、石炭火力を減らす傾向にあります。昨今のウクライナ問題で風向きが少し変化していても、少なくとも石炭火力の割合を大きく増やせる状態ではないことに気をつけなければいけないと思います。

続いて、不良債権に関する問題です。

新興国で不良債権の原因になるのは大抵が不動産です。ただ、インドは不動産が自由に取引できず、不良債権の原因はインフラ投資です。先ほど申し上げたとおり、徴税能力の低さが財政赤字の要因となる中で、インフラ投資をPPP（官民連

携)で実施しています。そうになると、当然ながら資金調達は民間から行うのですが、料金を十分な形で徴収できないと不良債権になってしまいま。さらに、ノンバンクから借りた資金でインフラ投資を行うなどマチュリティーリスクを負うなど、普通ではあり得ない資金調達が行われてきました。

そのような点では、財政の能力を上げ、それによってインフラ投資もしっかりと行いつつ、民間でできるところは民間で、公でやるべきところは公でという切り分けをする必要があります。

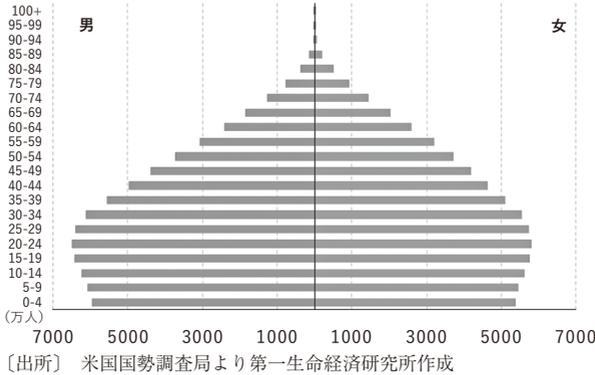
今は少しずつ景気が底入れしてきていますので、不良債権比率は低下しています。ですが、インド準備銀行が作成したストレステストの資料を見ると、「インフラ関連で潜在的に不良債権になりやすい」と、ずっと書かれています。景気が悪化すると不良債権が再び増える可能性があります

ので、財政問題も含めて解決する必要があります。

また、人口の多さが魅力だと申し上げましたが、人口ピラミッドを御覧いただくと、同年代で5%以上男性が多くなっており、少しいびつです(図表7)。インドでは、女性が結婚する時にダウリー(dowry)とって、多額の持参金を用意する風習があり、何人も娘がいると家が潰れるとされます。私もインドで何度か結婚式を見たことがあり、装飾された車や家具のほか、お嫁さんは宝飾品をたくさん身につけています。この男女比のいびつさは、実はインドだけではなく、中国でも問題になっています。経済成長とはまた別の話かもしれませんが、社会的な問題として、これは持続可能なものなのか。今後、弊害が出てくる可能性があります。

インドは来年、総選挙を迎えます。目下のところ、上下院両方で与党及び与党連合が多数派を占

図表7
人口の多さは“魅力”となる一方でその“弊害”も
人口ピラミッド (2023年時点)



男女比率の“歪さ”は将来的に様々な問題を生む懸念も

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査部が信ずるに足る判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

めており、構造改革がかなり進みやすい状態になっていきます。

ただ、前回の総選挙の時あったように、選挙直前に隣国のパキスタンを空爆するなど、内向き姿勢の強い政策を行って、ナシヨナリズムを高揚させるような動きを見せることがあります。今の最大与党のBJP（インド人民党）はヒンドゥー至上主義を党是としていて、イスラム教徒に対する迫害を強めています。先日、モディ首相がアメリカを訪問しましたが、実は首相になる前はアメリカから要注意人物とされていました。BJPの支援団体である民族義勇団が極右であり、その意向を反映すれば内向き姿勢が強くなる、もしくは人権問題が表面化した経緯もあり、欧米から「眉唾物」扱いされる可能性も考えられます。

インドはモディ政権のもとで少しずつ色合いが変わってきています。世界的な地政学を見ている

ユーラシア・グループは、モディ首相のもとでインドに対するリスクが年々上がっていると警戒しています。目下、欧米はグローバルサウスを中口に寄せないようにはしていますが、欧米との距離感が難しくなる可能性には留意する必要があります。

中国との関係性についても懸念があります。対アジアでは輸入超過で、一番大きいのは対中国です。輸出と輸入の対中比率を見ると、輸入のほうが圧倒的に多く、貿易赤字の大半が対中赤字です。このため中国が加盟している地域協定の類を避けRCEPに背を向けたのです。ですから、経済連携協定を二国間から広げていくとすると、どうしてもインドが壁になってくるということでは、今後考えておく必要があります。

インドに対する期待は間違いなく大きいのですが、経済規模は中国とは雲泥の差です。ごく簡易

的に申し上げると、昨年、中国のGDPはタイのGDP分程度増加したと計算出来る一方、インドのGDPの増加分は中国の増加分の約半分に留まります。成長率では中国が三%増加、インドは八%増加と大きな差がありますが、GDPの増加分は圧倒的に中国が多いのです。中国に追いつくには一〇年、二〇年かかるでしょう。そうなる、「中国に代わってインド」という単純な話をするのは、実はまだまだ難しい状況です。過大に期待を抱き過ぎると、インドとしても重荷になりかねませんので、実態に合わせた調整がより必要になってくるでしょう。

五、国際金融市場を取り巻く環境とインド経済

日銀が金融緩和を続ける中、ECB、FRBな

ど主要国の中銀が金融引き締めに動いており、世界的なマネーは縮小を余儀なくされています。そうすると、これにレバレッジをかけた世界のマネーの縮小ペースが余計に早くなるのは間違いありません。これが昨年来の新興国危機の元凶です。

危機の最大のポイントは、世界的なマネーの膨張を背景に、新興国への資金流入が急激に拡大してきたということです。米ドル、ユーロといった、いわゆるハードカレンシーによる債券発行により資金調達が活発に行われてきました。その後、米ドル高、ユーロ高になると各国通貨安になり、金利が大きく上昇した。さらに債務負担の上昇があり、新興国が厳しい状態になってしまいました。アメリカはそろそろ利上げをやめるかどうかという状況になってきていますから、環境が変わりつつあるのですが、新興国が潜在的にこ

ういう問題にずっと悩まされるところは変わりません。

その中でインドは、短期債務はあまり増加していません。増加しているのは圧倒的に中長期債務で、かつ、世界的な拡大のペースに比べると緩やかにとどまっています。これは民間銀行、国有銀行を問わず、対外債務の受け入れに対する規制が非常に厳しいからです。

また、そのような規制が少し撤廃されるとインドにはかなりの資金が入り、経済成長の原動力が増えていく可能性もあります。リスクもはらむが可能性もあるということが一つのポイントになります。

ただし、インドでは、二〇一三年のテーパーカットラムなど、折に触れて資金流出が発生しています。IMFは、輸出やマネーサプライ、短期対外債務、その他負債の一定割合に対して外貨準備

があると、国際金融市場の動揺に対して耐性があるという考え方を示しており、インドの外貨準備はこの基準に照らせば一貫して足りている状態です。ですから、少なくともインド発で何か金融危機が起きることはなく、安定した環境と捉えられます。

あとは規制なのか、構造の問題なのか、そういうものを一つ一つ取り除き、期待と実像のギャップを埋めて、成長の歯車がしっかりと噛み合うことが望ましいというのが、私自身がインドを長年見てきて期待するところですし、モディ首相が仮に来年の総選挙で勝利して三期目を迎えるのなら、そうあってほしいと思います。それこそが、インドに対する期待が結実する一つの要素になるのではないかと考えております。

私からは以上でございます。(拍手)

○増井理事長 西濱様、インドについて勉強になるお話をいただきました。ありがとうございます。全く知らなかったことがたくさんございました。

せっかくでございますので、御質問等をお受けたいと思います。

○質問者 A 質問が二つあります。一つは、インフラ向けのPPPが不良債権化すること、これは、一番回収しやすいはずの料金がきちっと回収できていないということだろうと思います。その辺のお話を聞かせていただきたいです。

あと、私もインドの昔のイメージしかないのですが、経済発展していくに当たって、カースト制度が今どうなっているのか教えていただければと思います。

○西濱 一つ目の件につきまして、PPPを通じて行われる事業の多くは道路です。不良債権が大

量に発生した要因は、マチュリティーリスクに起因する問題が大きかったと捉えられます。他方、道路は料金が非常に取りやすいプロジェクトですが、リカレントコストがきちんと賄えないといった料金設定などに問題が生じている例も少なくないと聞いています。

本当は州政府なりがしっかりとグリップして、制度づくりを一貫通貫でやっていかなければいけないのですが、毎年二月に発表される予算案で、今年はこれだけ大規模プロジェクトを行うと大上段に発表するのですが、よくよく考えると、同じプロジェクトが毎年出ている、全然進行していないのが実態です。その実現に向けた法改正を着実に実施してほしいというのが、偽らざる気持ちです。

もう一つ、インフラに関して申し上げると土地収用の問題もあります。土地収用に関する法律改

正は過去に行われましたが、すんなりと土地収用ができない形になっていて、プロジェクトを立ち上げて資金調達した後、全く動かないで金利だけが発生しているものも多々あると聞きます。法改正、制度改革を一体的にやらなければいけません。来年は総選挙が行われますから、それも掲げて選挙に向かうことを期待しているのですが、選挙前になると政治家が口をつぐむのは洋の東西を問わないところなので、過度な期待はできないのかなと思います。

カーストについて、憲法にも「カーストによる差別をしてはならない」とありますが、オーダーにはカーストが記されているので、厳然と残っているのは間違い無く結婚などの際に依然としてカーストの問題が出てくるのが現実です。この点は文化の問題なのか、風習の問題なのか、きれいに解決することは難しく、少しずつ薄まっていく

といいなという期待を持って見ているところで
す。

○増井理事長 インドの資源についてのお話がありました
りますが、例えば石油とか鉱物資源とか、インド
自体は潜在的に資源をたくさん持っているところ
なのでしょうか。

○西濱 自給自足とまではいかないですが、イン
ド国内で石炭は採れます。ただ、国際価格が上が
ると収益性の観点から海外に売ってしまつて、国
内で供給が足りなくなるといふことは一つ問題で
す。

原油に関しては、インド洋のアンダマン・ニコ
バル諸島のあたりに海底油田があるとずっと言わ
れているのですが、これがあまり結実していませ
ん。地層学的にはいろいろあつてもおかしくない
と思いますが、資源が採れるといふのは、実際の
ところ、目立っていないと思つています。

○増井理事長 環境問題についてインドは慎重と
いうか、後ろ向きに近い印象を受けますが、これ
は将来、自分たちに不利だと明らかに認識してい
るからでしょうか。

○西濱 環境問題を推し進めると、自分たちの経
済成長の足かせになってしまうことは避けられな
い一方で、今、デリーのみならずムンバイでも大
気汚染が大きな問題になっています。PM_{2.5}
は中国だけがクローズアップされていますが、実
はインドもとてもひどい状態になっていて、彼ら
とて環境を意識せざるを得なくなつてきていま
す。それゆえにEVという話にもなつていたので
す。確かに地に足がついていないので、問題解決
のためには、写真真を具現化するための階段をき
ちんと積み上げていかないといけない。そこだけ
は気をつける必要があると思つています。

○増井理事長 それでは、そろそろお時間でござ

いますので、このあたりで資本市場を考える会を
終わらせていただきます。

今日は、インドについて大変勉強になるお話を
頂戴いたしました。西濱様、どうもありがとうございました。
ございました。(拍手)

(にしはま とおる・株式会社第一生命経済研究所
経済調査部・主席エコノミスト)

(本稿は、令和五年六月二八日に開催した講演会での要
旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

インドは中国に代わる世界経済の牽引役となれるか

西 濱 徹 氏

略 歴

西濱 徹（にしはま とおる）

経済調査部 主席エコノミスト

担当：アジア、中東、アフリカ、ロシア、中南米など新興国のマクロ経済・政治分析

略歴

2001年 3月 一橋大学経済学部卒

2001年 4月 国際協力銀行（JBIC）入行

同行では、ODA 部門（現、国際協力機構（JICA））の予算折衝や資金管理、アジア（東アジア・東南アジア・南アジア・中央アジア）向け円借款の案件形成・審査・監理、アジア・東欧・アフリカ地域のソブリンリスク審査業務を担当

2008年 1月 第一生命経済研究所入社

2011年 4月 主任エコノミスト

2015年 4月より現職

参議院第一特別調査室客員調査員〔国際経済・外交、政府開発援助等〕（2017年10月-2019年9月）

著書

ASEAN は日本経済をどう変えるのか（NHK 出版新書）2014年 5月

コロナ禍と世界経済（金融財政事情研究会）2021年 1月

その他執筆レポート多数